

Marta Juszczyk

Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

Rozwój walutowych instrumentów pochodnych w Polsce

Wstęp

Ryzyko finansowe stanowi nierozzerwalny element prowadzenia działalności gospodarczej. Zarówno producenci, jak i odbiorcy różnych produktów nieustannie borykają się z problemami związanymi ze zmieniającymi się cenami tych dóbr na rynku kasowym. Temat ryzyka dotyka w dużym stopniu również eksporterów i importerów, w przypadku których wahania kursowe wpływają na ostateczną wielkość przyszłych przepływów pieniężnych, denominowanych w walutach obcych. W okresie silnej destabilizacji złotego i dużych zawirowań wokół światowych gospodarek, problem ten staje się szczególnie dotkliwy, a brak odpowiednich metod zarządzania ryzykiem kursowym może doprowadzić wiele podmiotów gospodarczych do poniesienia znacznych strat. Z tego też względu ważne jest prowadzenie polityki, mającej na celu minimalizację negatywnych skutków zmienności kursów walut. Zabezpieczenie przed ryzykiem za pomocą instrumentów pochodnych powoduje, że nawet znaczne wahania kursów walutowych nie mają wpływu na wynik finansowy przedsiębiorcy.

Na rozwiniętych rynkach od dziesięcioleci stosuje się instrumenty pochodne, jako narzędzie umożliwiające ograniczenie ryzyka finansowego. Pierwsze notowane na światowych giełdach kontrakty terminowe opiewały na towary rolne. W dalszej kolejności pojawiały się kontrakty na metale, surowce rolne i produkty energetyczne. Przełomowym momentem w rozwoju rynku derywatów było wprowadzenie w 1972 roku w Chicago walutowych transakcji terminowych – od tego czasu na świecie notuje się ustawiczny rozwój handlu pochodnymi.

W naszym kraju zapotrzebowanie na finansowe kontrakty terminowe zwiększyło się w sposób naturalny wraz ze wzrostem ryzyka rynkowego po stopniowym przechodzeniu Polski od 1995 roku na system płynnych kursów walutowych. Pierwsze instrumenty pochodne pojawiły się na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach dziewięćdziesiątych ubiegłego stulecia [Jajuga 2007, s. 8]. Obecnie w obrocie GPW znajdują się kontrakty terminowe na indeksy WIG20 i mWIG40, akcje 23 spółek oraz kursy wybranych walut (USD, EURO

i CHF). Kontrakty terminowe, jak i opcje na liczne pary walutowe od lat oferuje również WGT S.A. (dawniej funkcjonująca pod nazwą Warszawska Giełda Towarowa S.A.), przedstawiając eksporterom oraz importerom wiele możliwości zabezpieczenia kursu wymiany walut w różnych terminach czasowych.

Instrumenty pochodne są najskuteczniejszym narzędziem minimalizującym negatywny wpływ wahań kursowych, a ich dostępność na polskim rynku pozwala na efektywne zarządzanie tego rodzaju ryzykiem. Mimo postępującego czasu nadal jednak panuje obawa społeczeństwa przed stosowaniem kontraktów futures i opcji jako form zabezpieczenia, co wynika głównie z braków w znajomości funkcjonowania mechanizmów rynku terminowego.

Celem opracowania jest określenie rozwoju rynku walutowych instrumentów pochodnych w Polsce, ze szczególnym uwzględnieniem struktury obrotów i otwieranych pozycji. Materiał źródłowy obejmuje lata 2006–2012 i został opracowany na podstawie danych uzyskanych na WGT S.A. Zebrane materiały zostały uporządkowane, wyselekcjonowane i pogrupowane według rodzaju kontraktów. Wyniki badań zaprezentowano tabelarycznie i graficznie w ujęciu rocznym, kwartalnym i miesięcznym. W artykule posłużono się metodą analizy opisowej oraz wnioskowania dedukcyjnego, tj. formułowania ogólnych twierdzeń, opierając się na dorobku teorii i analizy zagadnień.

Pojęcie ryzyka w literaturze

Pojęcie ryzyka nieodłącznie towarzyszy wszelkim działaniom gospodarczym, determinując w praktyce większość decyzji inwestycyjnych. W ostatnich latach na skutek procesu globalizacji, dużej konkurencji na rynku i złożoności problemów ekonomicznych na arenie międzynarodowej, termin ten coraz bardziej zyskuje na znaczeniu. Prace badawcze nad zdywersyfikowanym ryzykiem opierają się na wielu źródłach i obejmują różne dziedziny. Wielopłaszczyznowe podejście do tego zjawiska sprawia, że istnieją definicje, które w odmienny sposób ujmują proces powstawania ryzyka, jego opis, ocenę i zarządzanie nim [Kaczmarek 2005, s. 48].

Reilly i Brown [2001, s. 35] określają ryzyko brakiem pewności, że jakaś inwestycja przyniesie oczekiwaną stopę zwrotu. Pojęcia ryzyka i niepewności w rzeczywistości nie oznaczają dokładnie tego samego. Jak wskazują Waśniewski i Skoczylas [2002, s. 340], niepewność wiąże się z realizacją przyszłych zadań, gdy nie ma możliwości wystąpienia prawdopodobieństwa danego zdarzenia, a od stanu tego nie da się ubezpieczyć. W przypadku ryzyka istnieje możliwość obliczenia prawdopodobieństwa danego losowego wypadku i w przeciwieństwie do niepewności, można je uwzględnić w planach i kalkulacjach [Waśniewski,

Skoczylas 2002, s. 340]. Niepewność oznacza się jako stan długookresowy towarzyszący funkcjonowaniu podmiotów gospodarczych na rynku, który wynika z ograniczonej przewidywalności, wieloznaczności zachowań tych podmiotów, czy zawodności systemów informacyjnych. W krótszych okresach niepewność przyjmuje postać ryzyka, które jest zjawiskiem dynamicznym, mierzalnym, w dużo większym stopniu przewidywalnym i poznawalnym. W praktyce różnice w znaczeniu tych terminów nie są dokładnie określone. Granice między definicjami zacierają się ze względu na zmienne okoliczności, w których ujawnia się ryzyko, czy też nietrwałość stanu prawdopodobieństwa jego zaistnienia. Różnice mogą być również spowodowane brakiem informacji lub rozbieżnościami w metodach kwalifikacji ryzyka. Z tych względów często uważa się, że istota problemu tkwi nie w rozróżnianiu tych pojęć, lecz w określeniu ich źródeł [Waśniewski, Skoczylas 2002, s. 340–341].

Reilly i Brown [2001, s. 47–50] do głównych źródeł ryzyka zaliczają ryzyko firmy, finansowe, płynności oraz krajowe. Na wiele innych form ryzyka występującego w inwestowaniu zwracają uwagę K. Jajuga i T. Jajuga [2006, s. 99–101]. Podstawowy podział ryzyka w działalności gospodarczej wskazuje na jego część systematyczną, uwzględniającą wszelkie siły pozostające poza kontrolą przedsiębiorstwa, oraz część specyficzną, do której należy niepewność co do wyników działań, wynikającą z czynników leżących po stronie przedsiębiorstwa [Tarczyński, Mojsewicz 2001, s. 16].

Z punktu widzenia możliwości zarządzania ryzykiem istotne jest wyodrębnienie ryzyka czystego oraz spekulacyjnego. Ryzyko czyste występuje w przypadku, gdy alternatywnym stanem wobec obecnego lub przewidywanego jest strata i może być jedynie przedmiotem umów ubezpieczeniowych. Ryzyko spekulacyjne oznacza, iż przyszłe zdarzenia mogą spowodować zarówno straty, jak i zyski, w związku z czym możliwa jest sprzedaż tego ryzyka podmiotowi o wyższej skłonności do ryzyka bądź innych oczekiwaniach wobec sytuacji na rynku [Tarczyński, Mojsewicz 2001, s. 19].

Zdaniem Jajugi [2001, s. 48], zarządzanie ryzykiem jest procesem świadomego diagnozowania ryzyka i jego kontrolowania. Sprowadza się do wdrażania pewnych procedur i podejmowania określonych akcji w momencie, gdy podczas działań gospodarczych natrafiamy na potencjalne ryzyko. Brigham i Gapeński [2000, s. 345–346] wskazują na trój etapowe podejście do zarządzania ryzykiem. Pierwszym elementem procesu jest identyfikacja zagrożeń, na które narażone jest przedsiębiorstwo i określenie rodzaju ryzyka z nimi związanego. Następny krok polega na zmierzeniu potencjalnego wpływu określonych rodzajów ryzyka na działalność jednostki gospodarczej, aby na końcu móc podjąć decyzje dotyczące możliwości minimalizacji każdego istotnego ryzyka.

W momencie zidentyfikowania źródła ryzyka przedsiębiorstwo może zatrzymać ryzyko – przyjąć na siebie ewentualne straty finansowe, ale także pozostawić sobie możliwość skorzystania z dodatkowego zysku. Innym sposobem działania jest transfer ryzyka, polegający na przekazaniu odpowiedzialności za pokrycie strat innemu podmiotowi, tzw. finansowa kontrola ryzyka. Przedsiębiorstwo może także stosować fizyczną kontrolę ryzyka, poprzez unikanie sytuacji obciążonych ryzykiem lub kontrolowanie, czy też redukcję ryzyka przez stosowanie odpowiednich rozwiązań organizacyjnych [Tarczyński, Mojsewicz 2001, s. 38].

Jednym ze sposobów zabezpieczania się przedsiębiorstw przed ryzykiem rynkowym jest wykorzystanie instrumentów pochodnych, określane w literaturze mianem asekuracji lub hedgingu. Podstawowym celem zawierania transakcji zabezpieczających jest ochrona przed stratami, jakie mogą wyniknąć ze zmiany cen. Zawierane mogą być one zarówno przez sprzedawców, jak i nabywców, którzy chcą sprzedać lub kupić instrumenty finansowe w przyszłości, aby wyeliminować lub zmniejszyć ryzyko związane z niekorzystną zmianą ich cen na rynku kasowym, do czasu realizacji rzeczywistych transakcji. Operacje hedgingu stosowane są w praktyce przez podmioty unikające ryzyka np. banki, instytucje finansowe oraz przedsiębiorstwa prowadzące transakcje eksportowo-importowe [Dębski 2007, s. 361].

Rozwój rynku instrumentów pochodnych na WGT S.A. – wyniki badań

Podstawową zmienną charakteryzującą rynek papierów wartościowych, w tym rynek pochodnych, stanowi wolumen obrotów. Jest to jedna z ważniejszych miar płynności instrumentu finansowego, będąca efektem popytu i podaży.

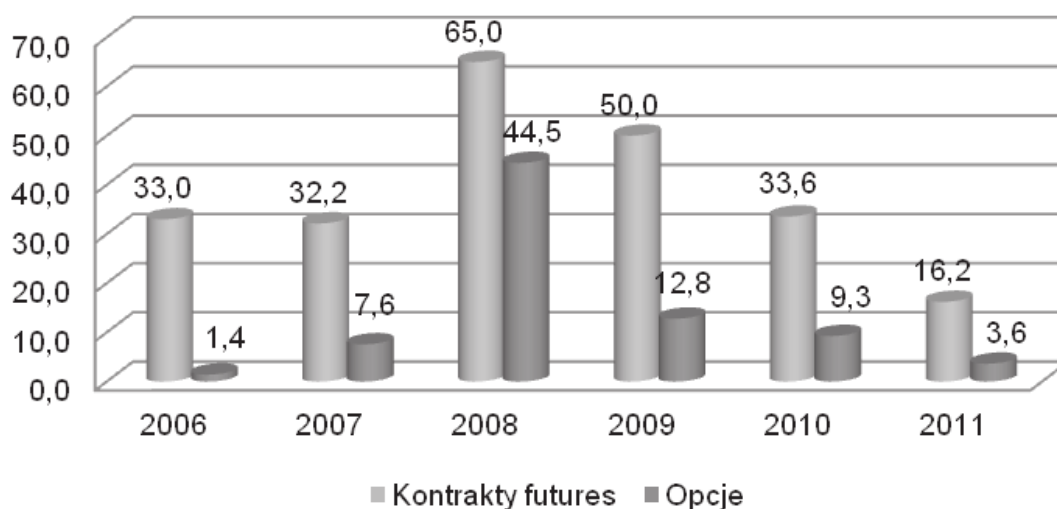
Wolumen obrotu w ujęciu ilościowym na walutowych instrumentach pochodnych na WGT S.A. w latach 2006–2011 przedstawiają tabela i rysunek 1. W 2006 r. liczba kontraktów w zawartych transakcjach kształtowała się na poziomie 34,4 tys., z czego większość, tj. 33 tys., stanowiły kontrakty futures. W 2008 r., gdy na rynkach finansowych nastąpiła niepewność i duża zmienność, odnotowano znaczny wzrost zainteresowania derywatami walutowymi. Potwierdza to rekordowy w tym okresie wolumen obrotów na WGT S.A., wynoszący 109,5 tys. kontraktów, z czego 65 tys. stanowiły kontrakty futures, a 44,5 tys. opcje. W latach 2009–2011 liczba zawartych kontraktów na WGT S.A. systematycznie się obniżała, dochodząc w 2011 r. do 19,9 tys. kontraktów łącznie. Spadek aktywności inwestorów po 2008 r. nastąpił w głównej mierze na skutek problemów finansowych, w jakie popadli klienci banków, nabywając na rynku

Tabela 1

Wolumen obrotu na walutowych kontraktach futures i opcjach na WGT S.A. [tys. kontraktów]

Lata	Kontrakty futures		Opcje		Razem
	Wolumen obrotu	%	Wolumen obrotu	%	
2006	33,0	95,9	1,4	4,1	34,4
2007	32,2	80,9	7,6	19,1	39,8
2008	65,0	59,4	44,5	40,6	109,5
2009	50,0	79,6	12,8	20,4	62,8
2010	33,6	78,3	9,3	21,7	42,8
2011	16,2	81,7	3,6	18,3	19,9
2006–2011	230,0	74,4	79,2	25,6	309,2

Źródło: Opracowanie własne.

**Rysunek 1**

Wolumen obrotu na walutowych kontraktach futures i opcjach na WGT S.A. [tys. kontraktów]

Źródło: Opracowanie własne.

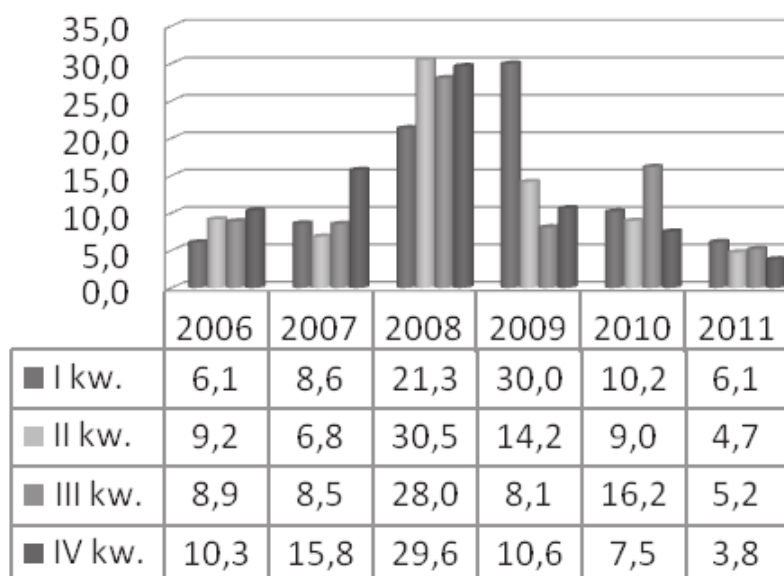
pozagiełdowym instrumenty pochodne typu forward czy swap oraz złożone kontrakty opcyjne.

We wszystkich badanych przedsiębiorstwach odnotowano zdecydowaną przewagę kontraktów futures w łącznym wolumenie obrotów. Największy udział tych instrumentów miał miejsce w 2006 r. i wyniósł 95,9%. W 2008 r., na skutek wzrastającej popularności opcji oferowanych przez banki, liczba zawartych kontraktów opcyjnych na WGT S.A. gwałtownie wzrosła, stanowiąc 40,6%

wolumenu obrotu. W latach 2009–2011 zainteresowanie opcjami wyraźnie się obniżyło, na co decydujący wpływ miały złe doświadczenia przedsiębiorców, wykorzystujących złożone strategie zabezpieczające oferowane im w 2008 r. przez banki oraz negatywna kampania medialna dotycząca tego instrumentu. Kłopoty finansowe dotknęły głównie wielu eksporterów, którzy ponieśli niebagatelne straty przy silnym umocnieniu złotego na przełomie lat 2008–2009. W 2011 r. liczba zawartych kontraktów opcyjnych obniżyła się do 3,6 tys., co stanowiło 18,3% wolumenu obrotów. Łącznie w badanym okresie zawarto 309,2 tys. kontraktów, z czego 74,4% stanowiły kontrakty futures, a 25,6% opcje.

Dynamiczny wzrost wolumenu obrotów instrumentami pochodnymi na WGT S.A. w 2008 r. spowodowany był zawirowaniami na globalnych rynkach. Motywy zwiększonej aktywności inwestorów wiązały się z jednej strony z chęcią zabezpieczenia nominalnej wartości należności lub zobowiązań przed ryzykiem kursowym (głównie eksporterzy i importerzy), z drugiej strony mogły wynikać ze spekulacyjnego charakteru zawieranych transakcji.

Po pierwszym kwartale 2008 r. wolumen obrotu kształtował się na najwyższych poziomach i wahał się od 30,5 tys. kontraktów w drugim kwartale do 29,6 tys. kontraktów w ostatnim kwartale (rys. 2). Doniesienia o kłopotach finansowych przedsiębiorców wykorzystujących złożone strategie zabezpieczające oferowane przez banki, przypadające głównie na IV kwartał 2008 r. i I kwartał 2009 r., nie przełożyły się w tym okresie na spadek zainteresowania derywatami



Rysunek 2

Wolumen obrotu na walutowych kontraktach futures i opcjach na WGT S.A. [tys. kontraktów]

Źródło: Opracowanie własne.

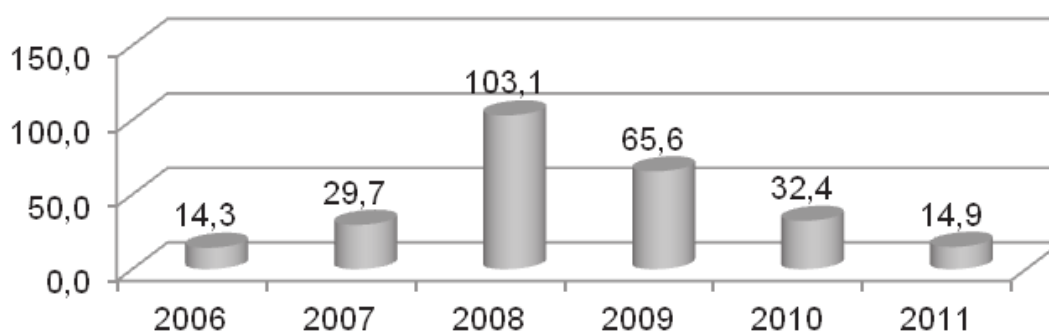
walutowymi oferowanymi na WGT S.A. Na początku 2009 r. nastąpił dalszy wzrost wolumenu do 30 tys. kontraktów (I kwartał).

Mniejsze zainteresowanie rynkiem instrumentów pochodnych, a tym samym znaczny spadek wolumenu obrotów, przypadł na okres od II kwartału 2009 r. Liczba zawartych kontraktów obniżyła się wówczas z 14,2 do około 10,6 tys. na koniec 2009 r. W 2010 r. najwyższy wolumen obrotu zanotowano w trzecim kwartale (16,2 tys.), jednak z końcem roku liczba zawartych kontraktów spadła do 7,5 tys. Wolumen obrotu w 2011 r. utrzymywał się na niskich poziomach, od 6,1 tys. w I do 3,8 tys. kontraktów w IV kwartale.

Spadek zainteresowania rynkiem walutowych instrumentów pochodnych w latach 2009–2011 potwierdza liczba otwartych pozycji, zanotowanych na koniec każdego roku (rys. 3). Od 2006 r. ilość kontraktów, będących w posiadaniu inwestorów wykazywała tendencję rosnącą. Po burzliwych wydarzeniach w 2008 r., kiedy duża zmienność miała przełożenie na wyjątkowo wysoką aktywność inwestorów (8,2 tys. otwartych pozycji), liczba ta systematycznie się obniżała, dochodząc na koniec 2011 r. do 0,9 tys. kontraktów.

Miesięczne obroty instrumentami pochodnymi notowanymi na WGT S.A. w 2011 r. przedstawia rysunek 4. Wyższe wartości wolumenu w miesiącach kończących kwartał, tj. marzec, czerwiec, wrzesień i grudzień, w stosunku do pozostałych, spowodowane były zamykaniem pozycji wynikających z rolowania dużych kontraktów walutowych notowanych w cyklu kwartalnym. Najwięcej kontraktów terminowych w 2011 r. zawarto w marcu (3967 kontraktów), podczas gdy w przypadku opcji największy wolumen obrotu odnotowano w połowie roku, tj. 702 kontrakty.

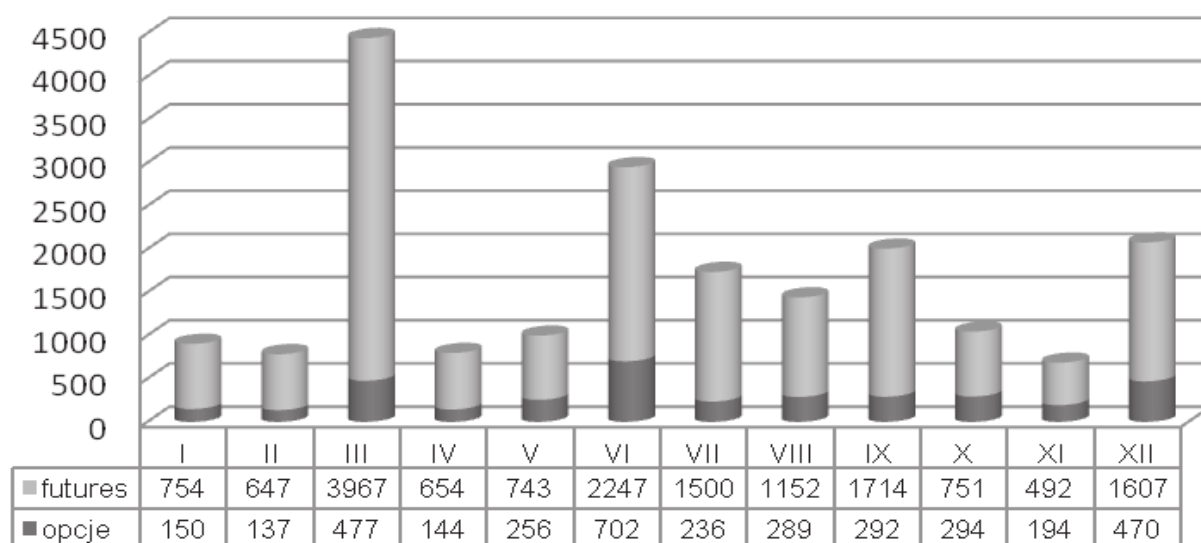
Obrót w 2011 r. na WGT S.A. dotyczył kontraktów futures i opcyjnych na 12 różnych parach walutowych (rys. 5). Dominującą rolę w tym okresie odgrywały



Rysunek 3

Otwarte pozycje na walutowych kontraktach futures i opcjach na WGT S.A. [tys. kontraktów]

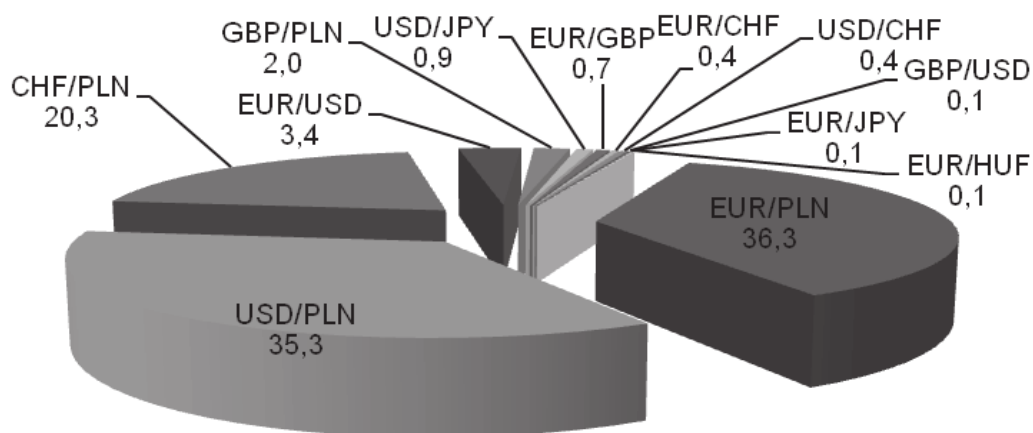
Źródło: Opracowanie własne.



Rysunek 4

Wolumen obrotu na walutowych kontraktach futures i opcjach na WGT S.A. w 2011 r.

Źródło: Opracowanie własne.



Rysunek 5

Udział poszczególnych kontraktów w handlu instrumentami pochodnymi na WGT S.A. w 2011 r. [%]

Źródło: Opracowanie własne.

kontrakty na EUR/PLN oraz USD/PLN, stanowiące wówczas odpowiednio 36,3 i 35,3% całkowitego wolumenu obrotu. Świadczy to jednoznacznie o wykorzystaniu instrumentów pochodnych przez firmy eksportowe i importowe handlujące z partnerami strefy euro oraz strefy dolarowej. Obrót w przypadku kontraktów terminowych i opcji na CHF/PLN stanowił 20,3%. Marginalny udział w handlu miały kontrakty na pozostałe pary walutowe.

Zdecydowanie największy udział w wolumenie obrotów na WGT S.A. w 2011 r. miały kontrakty terminowe (tab. 2). W przypadku najbardziej popularnych par walutowych, tj. EUR/PLN i USD/PLN, kontrakty futures stanowiły około 82% łącznej liczby zawartych kontraktów. Dla par EUR/USD i GBP/PLN udział ten był jeszcze większy i wyniósł odpowiednio 99 i 100%.

Tabela 2

Wolumen obrotu kontraktami futures i opcjami na główne pary walutowe na WGT S.A. w 2011 r.

Para walutowa	Kontrakty futures		Opcje		Razem
	Wolumen obrotu	%	Wolumen obrotu	%	
EUR/PLN	5869	81,3	1351	18,7	7220
USD/PLN	5748	82,0	1265	18,0	7013
CHF/PLN	3019	74,8	1018	25,2	4037
EUR/USD	674	99,0	7	1,0	681
GBP/PLN	389	100,0	0	0,0	389

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 3

Obroty na kontraktach futures na WGT S.A. w 2011 r.

Waluta dostawy	Wartość kontraktów wyrażona w walucie dostawy [mln]	Wartość kontraktów wyrażona w zł [mln]
EUR	272,5	1203,4
USD	267,8	915,3
GBP	17,4	91,6
CHF	137,7	500,2
AUD	0,0	0,0
Razem	–	2710,5

Źródło: Opracowanie własne.

Największą wartość obrotów spośród wszystkich kontraktów futures zawartych w 2011 r. na WGT S.A. stanowiły kontrakty z dostawą w euro, tj. 272,5 mln EUR oraz w dolarach amerykańskich, tj. 267,8 mln USD (tab. 3). Wartość nominalna tych kontraktów liczona w polskiej walucie według fixingów z 30 grudnia 2011 r. wyniosła odpowiednio 1,2 mld zł i 915,3 mln zł, a wartość wszystkich kontraktów około 2,7 mld zł.

Wnioski

W opracowaniu przedstawiono kierunki i tendencje rozwoju rynku walutowych instrumentów pochodnych w Polsce. Na podstawie analiz sformułowano następujące wnioski:

1. Zawirowania na rynku walutowym w 2008 r. przełożyły się w tym okresie na znaczny wzrost zainteresowania instrumentami pochodnymi na WGT S.A. Dużo podmiotów gospodarczych, szczególnie eksporterów i importerów, wykonywało wówczas transakcje zabezpieczające przed niekorzystnymi zmianami kursów walut, o czym świadczy rekordowa liczba otwartych pozycji i najwyższy w historii WGT S.A. wolumen obrotu.
2. Złe doświadczenia przedsiębiorców, uwikłanych w spekulacyjne transakcje opcjami walutowymi na podstawie umów z bankami w 2008 r., przyczyniły się do mniejszej aktywności na rynku instrumentów pochodnych w kolejnych latach. Wolumen obrotu na WGT S.A. oraz liczba otwartych pozycji w latach 2009–2011 systematycznie spadały.
3. Przedsiębiorcy częściej, w porównaniu do opcji, wykorzystywali do zabezpieczeń ryzyka kursowego kontrakty terminowe na waluty. Najwięcej kontraktów opcyjnych na WGT S.A. zawarto w 2008 r. (około 41% łącznego wolumenu obrotu). W latach 2009–2011 zainteresowanie opcjami gwałtownie się zmniejszyło, czego przyczyną były dotkliwe straty finansowe przedsiębiorstw, które korzystały ze złożonych kontraktów opcyjnych oferowanych przez banki, jak również negatywna kampania medialna dotycząca tego instrumentu.
4. Dominujący udział w obrotach na WGT S.A. miały kontrakty na EUR/PLN oraz USD/PLN, co świadczy o wykorzystaniu tych instrumentów przez firmy eksportowe i importowe, handlujące z partnerami strefy euro oraz strefy dolarowej.

Literatura

- BRIGHAM E.F., GAPEŃSKI L.C., *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2000.
- DĘBSKI W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- JAJUGA K., *Analiza i zarządzanie ryzykiem – podejście teoretyczne i praktyczne*, [w:] Rynek Terminowy nr 14, 2001.
- JAJUGA K., *Giełdowe instrumenty pochodne*, Wydawnictwo Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie 2007.
- JAJUGA K., JAJUGA T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.

- KACZMAREK T.T., *Ryzyko i zarządzanie ryzykiem, Ujęcie interdyscyplinarne*, Difin, Warszawa 2005.
- REILLY F.K., BROWN K.C., *Analiza inwestycji I zarządzanie portfelem*, t. 2, PWE, Warszawa 2001.
- TARCZYŃSKI W., MOJSEWICZ M., *Zarządzanie ryzykiem*, PWE, Warszawa 2001.
- WAŚNIEWSKI T., SKOCZYLAS W., *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*, FRR, Warszawa 2002.

The Development of the Currency Derivatives in Poland

Abstract

The purpose of the article is a presentation of analysis results concerning development currency derivatives market in Poland for years 2006–2011, with the particular emphasis on the structure rotation and opened positions. The empirical data was sourced from WGT S.A. The research showed that in 2008 significant increase in derivatives interests on Polish market. Many entrepreneurs in this period have hedged against adverse changes in exchange rates, as evidenced by the record number of opened positions and the highest in the history of WGT S.A. trading volume. The dominant share in trading had contracts for EUR/PLN and USD/PLN, demonstrating the use of these instruments by firms export and import trading partners in the euro area and the dollar zone. In the years 2009–2011 trading volume and number of opened positions on the futures and options contracts exhibited a downward trend.